

Death of the 60/40 portfolio

“What’s good in the past 40 years may not continue its legacy”

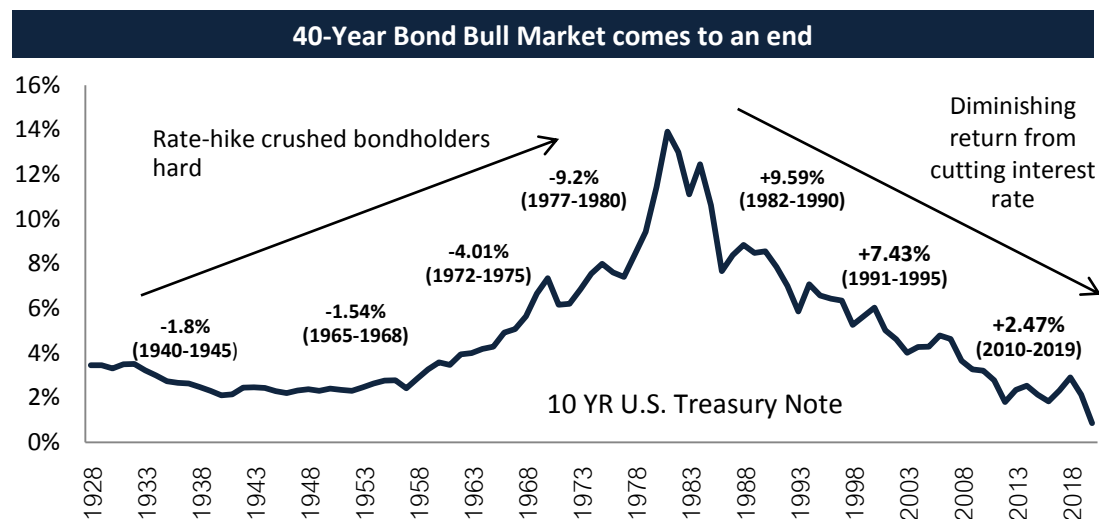
Highlights

- สูตรการลงทุน 60/40 ที่นักลงทุนนิยมใช้อย่างแพร่หลาย มีความเป็นไปได้สูงที่จะกลายเป็น “ผู้ร้าย” ตัวจริงในพอร์ตการลงทุนหลังจากนี้ เมื่อภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัว (Recovery Phase) และการกลับมาของวัฏจักรดอกเบี้ยได้ส่งผลกระทบต่อประโยชน์ของการถือครองตราสารหนี้ในพอร์ตการลงทุน
- เมื่อการถือครองตราสารหนี้กลายเป็น “โทษ” มากกว่า “ประโยชน์” การตามหาสินทรัพย์ที่มีความสามารถในการให้กระแสเงินสดสม่ำเสมอ เติบโตได้ตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และมีความแข็งแกร่งพอที่จะยืนหยัดผ่านการเปลี่ยนแปลงตามสภาวะเศรษฐกิจจึงเป็นเรื่องจำเป็น
- กลยุทธ์การลงทุนที่ KGI WMR มองว่าตอบโจทย์ คือ การลดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ลง และทยอยเข้าสะสมกองทุน KFGBRAND-D ทดแทน เพื่อลดความเสี่ยงเรื่องดอกเบี้ยขาขึ้น และภาวะเงินเฟ้อ รวมถึงรองรับกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจากหุ้นปันผลกลุ่ม Dividend Aristocrats ที่ยังคงกลืนอายุความเป็น Defensive จากสัดส่วนการลงทุนในหุ้นกลุ่ม Consumer staples เป็นหลัก

หนึ่งในสูตรการลงทุนอันคลาสสิกที่นักลงทุนใช้มาอย่างต่อเนื่องทุกยุคทุกสมัย คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบ 60/40 กล่าวคือ การแบ่งสัดส่วนการลงทุน 60% ในหุ้น และ 40% ในตราสารหนี้ โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อรับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ภายใต้การแบกรับความเสี่ยงที่น้อยลง (best risk-adjusted returns) เมื่อส่วนของการลงทุนในตราสารหนี้ได้เข้ามาช่วยเพิ่มเสถียรภาพของพอร์ตการลงทุน ซึ่งตลอด 40 ปีที่ผ่านมา การลงทุนภายใต้หลักการนี้ นับว่าผ่านไปด้วยดี จนนักลงทุนหลายท่านล้มเลิกคิดไปว่า “ตลอดไป ไม่มีจริง” สำหรับโลกการลงทุนที่พื้นฐานการลงทุนทุกอย่างในปัจจุบันแตกต่างกับสิ่งที่เคยเป็นมาในทุกมิติ

60/40 is dead at the end of bond bull market

จุดสำคัญที่เปลี่ยนมิติการลงทุนแบบ 60/40 ไปอย่างสิ้นเชิง คือความจริงที่ว่าตลาดขาขึ้นของตราสารหนี้ได้เดินทางมาถึงแค่เพียงจุดจบมากขึ้นทุกวัน เมื่ออัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดในรอบ 90 ปี รวมถึงประโยชน์จากวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นที่เคยสร้างผลตอบแทนเป็นกอบเป็นกำให้ตลาดตราสารหนี้ได้อ่อนแรงลงเรื่อย ๆ จนเกิดคำถามตามมาว่าตราสารหนี้ยังสามารถรักษาความสามารถในการพยุงเสถียรภาพ (Stability) ของพอร์ตการลงทุน และเพิ่มผลตอบแทน (enhanced return) ให้แก่นักลงทุนได้อีกต่อไปหรือไม่



Source: Bloomberg, KGI WMR

เมื่อสารตั้งต้นที่สำคัญอย่างระดับดอกเบี้ย และช่องว่างในการลดดอกเบี้ยได้ต่างไปจากอดีต ผลลัพธ์ที่ได้จากการลงทุนในรูปแบบ 60/40 ย่อมเปลี่ยนแปลงไป KGI WMR ได้สรุป 3 แง่มุมสำคัญที่สะท้อนถึงความเสื่อมประสิทธิภาพของสูตรการลงทุนอันคลาสสิก 60/40 ไว้ดังนี้

#1 Bonds have not much return left but abundant volatility

ความเชื่อที่ว่าตราสารหนี้จะเป็นตัวช่วยสร้างผลตอบแทนให้พอร์ตการลงทุนในยามตลาดหุ้นผันผวน อาจไม่ใช่สิ่งที่เกิดขึ้นอีกต่อไป ในยามที่ระดับดอกเบี้ยของตราสารหนี้ ณ ปัจจุบันอยู่ต่ำกว่า 1% เนื่องจากที่ระดับดอกเบี้ยต่ำเช่นนี้ ความสามารถของตราสารหนี้ในการสร้างผลตอบแทนรูปแบบ Capital gain แทบจะหมดไป และหากลองพิจารณาระดับดอกเบี้ย ณ ปี 1980 อันเป็นจุดเริ่มต้นยุคทองของตราสารหนี้ นักลงทุนจะเห็นได้ว่าระดับดอกเบี้ย 14% ในวันนั้น สู่ระดับเกือบจะ 0% ในวันนี้ สะท้อนชัดว่าพื้นฐานของตลาดตราสารหนี้ได้เปลี่ยนไปอย่างสิ้นเชิง

ยิ่งไปกว่านั้น ระดับดอกเบี้ยที่ต่ำที่สุดในประวัติศาสตร์ยังสะท้อนถึงความเสี่ยงในการกลับตัวเป็นขาขึ้นของระดับดอกเบี้ยได้ทุกเมื่อ สิ่งที่น่าเป็นห่วง คือ ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่หายไปของตราสารหนี้ ได้มาพร้อมกับความผันผวนที่มากขึ้นแทน หากพิจารณาผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบ 60/40 จะยังเห็นได้ชัดว่า ตราสารหนี้ไม่อาจรักษาสถานะการเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย และตัวช่วยลดความผันผวนในพอร์ตการลงทุนได้ในช่วงวัฏจักรดอกเบี้ยกลับตัวเป็นขาขึ้น

60/40 has reduced return yet enhanced volatility in rate-hike cycle					
	Nominal return		Real return		
Rate-Hike cycle	Bond return	Equity return	Bond return	Equity return	60/40 real return
WW II (1939-1945)	2.71%	10.65%	-0.71%	6.75%	3.77%
Yield Curve Control (1942-1947)	2.54%	15.98%	-4.22%	8.63%	3.49%
1971-1980 (Stagflation)	3.60%	10.34%	-3.79%	2.34%	-0.11%
Rate-Cut cycle	Bond return	Equity return	Bond return	Equity return	60/40 real return
1982-1990	14.10%	16.60%	9.59%	12.02%	11.05%
2010-2019	4.35%	14.02%	2.47%	11.99%	8.18%

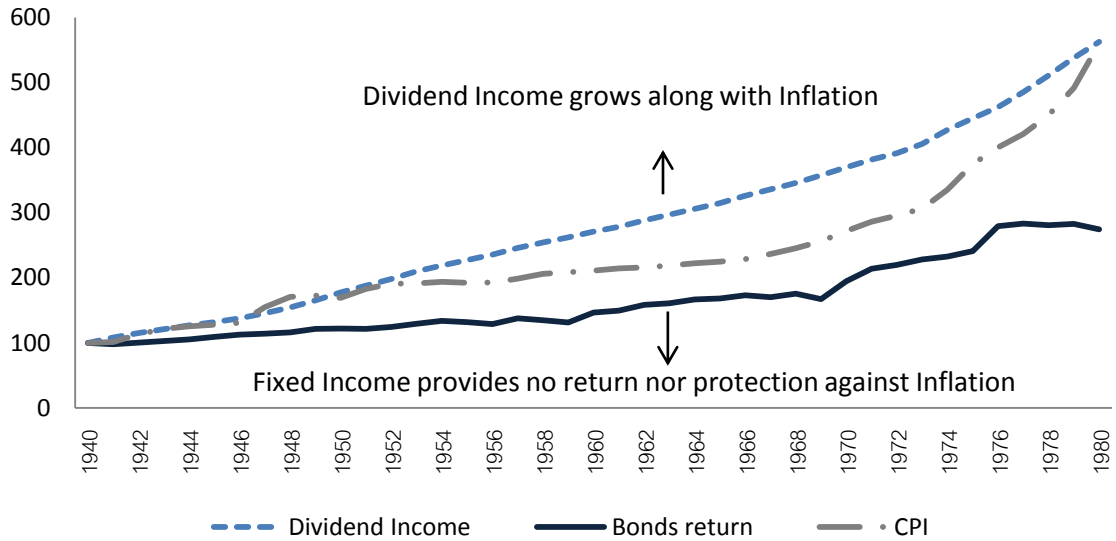
Source: Bloomberg, KGI WMR, S&P 500 and 10 YR U.S. Treasury Note

#2 Fixed Income provides no protection against inflation

อีกหนึ่งเหตุผลสำคัญที่ทำให้ตราสารหนี้ได้รับความนิยมมาอย่างยาวนาน คือความสามารถในการปกป้องเงินต้น (Capital preservation) อย่างไรก็ดีตาม คุณสมบัติดังกล่าวตกอยู่ในภาวะสั่นคลอนไม่น้อย ในห้วงเวลาที่เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะฟื้นตัว (Recovery phase) ปัจจัยหนุนการฟื้นตัวอย่างความสำเร็จในการคัดค้านวัคซีนเมื่อควบรวมกับแรงกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านมาตรการด้านการคลังครั้งประวัติศาสตร์ ภาวะเงินเฟ้อจึงไม่ใช่เรื่องไกลตัวอีกต่อไป

สิ่งที่ KGI WMR ต้องการชี้ให้เห็น คือ การลงทุนในตราสารหนี้เพื่อรับผลตอบแทนคงที่ ในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัวนั้น ไม่ใช่คำตอบที่ปลอดภัยของนักลงทุนแต่อย่างใด เนื่องจากผลตอบแทนคงที่ (Fixed return) ที่นักลงทุนได้รับจากตราสารหนี้นั้น แปลได้อีกนัยหนึ่งว่า ผลตอบแทนที่ได้จะไม่เติบโตตามภาวะเงินเฟ้อและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ดังที่เห็นได้ตามรูปเปรียบเทียบการเติบโตของเงินปันผลที่ได้จากการลงทุนในหุ้น (S&P 500) เทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ (10 YR U.S. Treasury Note) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากระแสเงินสดจากการลงทุนในหุ้นมีความยืดหยุ่นกว่าตราสารหนี้ สามารถเติบโตได้ตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และรักษาความมั่งคั่งของนักลงทุนได้ดีกว่าในภาวะเศรษฐกิจและดอกเบี้ยเข้าสู่ภาวะฟื้นตัว

Different fate between “Fixed Income” and “Float Income” during rate-hike cycle

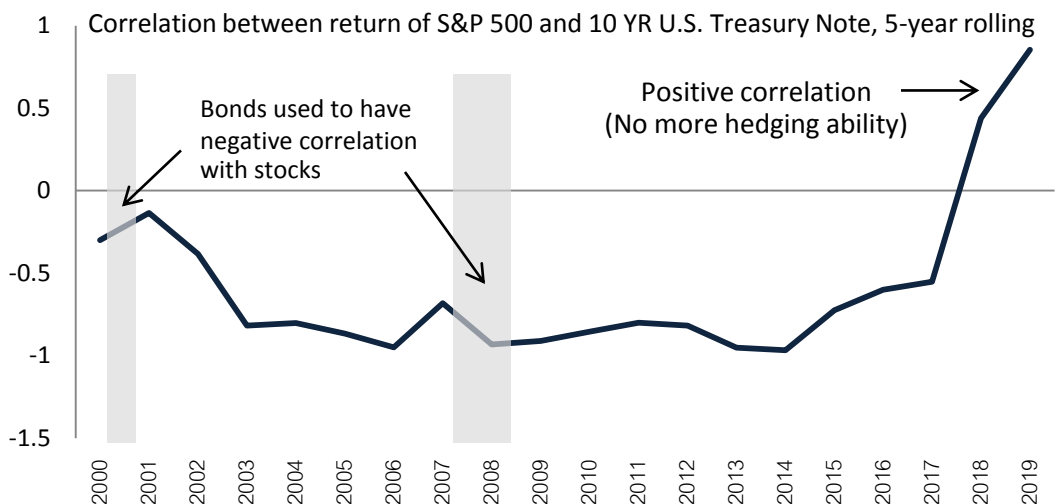


Source: Bloomberg, KGI WMR, Dividend income from S&P 500 and Bond return from 10 YR Treasury Note, Jan 1940 – Dec 1980, indexed to 100

#3 Volatile than ever from broken bond-equity relationship

กลไกสำคัญที่ช่วยให้พอร์ตการลงทุนแบบ 60/40 มีประสิทธิภาพ คือความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของตราสารหนี้และตลาดหุ้นที่มักจะออกมาในรูปแบบสวนทางกัน กล่าวคือ ในปีที่ตลาดหุ้นทำผลงานได้แย่ หรือประสบภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ นักลงทุนจะยังมีผลตอบแทนจากตราสารหนี้ (ที่ได้ประโยชน์จากการลดดอกเบี้ย) มาชดเชยผลตอบแทนของพอร์ตการลงทุนไว้ ดังที่สังเกตได้จากรูปด้านล่าง นักลงทุนจะเห็นว่ากลยุทธ์การลงทุนแบบ 60/40 ถือเป็นสูตรการลงทุนที่ช่วยลดความผันผวนทางค่าลงที่ต่ำในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจปี 2000 และ ปี 2008 เนื่องจากตราสารหนี้และตลาดหุ้นยังมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ที่เป็นลบต่อกัน อย่างไรก็ตาม รูปแบบความสัมพันธ์ดังกล่าวหมดไปอย่างสิ้นเชิงนับตั้งแต่ปี 2018 เมื่อผลตอบแทนของตราสารหนี้ และตลาดหุ้นมีแนวโน้มดำเนินไปในทิศทางเดียวกัน ส่งผลให้สูตรการลงทุน 60/40 ไม่ตอบโจทย์ในมิติด้านการลดความผันผวน และการปรับสมดุลของพอร์ตดังในอดีต

Bonds have been losing ability to protect downside for 60/40



Source: Bloomberg, KGI WMR,

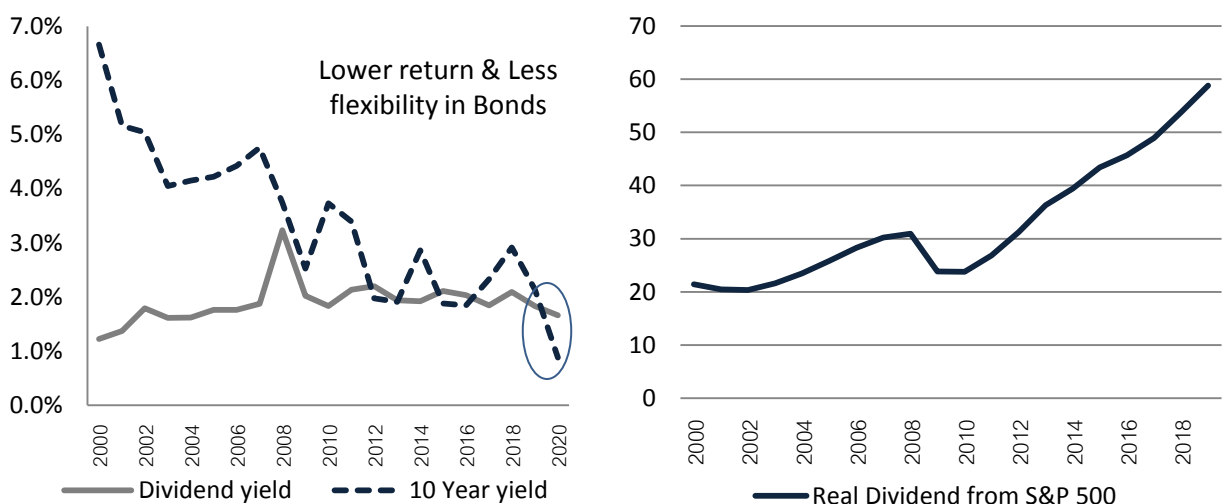
Recommendation

“Floating over Fixed income in the recovery phase”

KGI WMR เข้าใจดีถึงความต้องการของนักลงทุน ที่ต้องการจะลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้กระแสเงินสดสม่ำเสมอ เติบโตได้ตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และมีความแข็งแกร่งพอที่จะยืนหยัดผ่านการเปลี่ยนแปลงตามสภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งกลยุทธ์การลงทุนที่ KGI WMR มองว่ามีความน่าสนใจ และสามารถตอบโจทย์ความต้องการดังกล่าวได้ คือการลดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ และทยอยเข้าสะสมหุ้นปันผลกลุ่ม Dividend aristocrats ทดแทน เนื่องจากหุ้นในกลุ่มนี้ได้พิสูจน์ตัวเองมาตลอด 25 ปีที่ผ่านมา ในแง่ความสม่ำเสมอของผลตอบแทน และความสามารถในการเติบโตของเงินปันผลที่มีความยืดหยุ่น ปรับตัวขึ้นได้ตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ และ การเปลี่ยนแปลงของระดับดอกเบี้ย ส่งผลให้การลงทุนในหุ้นกลุ่ม Dividend Aristocrats ช่วยปกป้องผลตอบแทนของนักลงทุนจากความเสี่ยงเรื่องดอกเบี้ยขาขึ้น และภาวะเงินเฟ้อ ได้เหนือกว่าการลงทุนในตราสารหนี้

กระนั้นก็ตาม KGI WMR เล็งเห็นความกังวลที่นักลงทุนหลายท่านมีต่อการลงทุนใน “หุ้นปันผล” เนื่องจากเพียงแค่เคยถึงคำว่า “หุ้น” ภาพที่ปรากฏขึ้นมาในใจของนักลงทุน คือภาพความเสี่ยงและความผันผวนมากมาย อย่างไรก็ตาม หากตัดความรู้สึกทางอารมณ์ออกไป และพิจารณาผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (Risk-adjusted return) ที่ได้จากการลงทุน นักลงทุนจะเห็นว่าแท้จริงแล้วการลงทุนในตราสารหนี้ตอนนี้ คือการเข้าไปแบกรับความเสี่ยงของผลตอบแทนที่ไม่ยืดหยุ่น (Fix your loss) ซึ่งไม่ตอบโจทย์วัฏจักรเศรษฐกิจที่นักลงทุนจะต้องเผชิญต่อไปในอนาคต

Strong signs you should shift from fixed income into dividend income



Source: Bloomberg, KGI WMR, S&P 500 dividend yield and 10 YR U.S. Treasury yield

กองทุน Krungsri Global Brands Equity Fund

คงถึงเวลาแล้วที่นักลงทุนต้องเริ่มเปลี่ยนจากความคุ้นชินเดิม ไปสู่การลงทุนที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้นภายใต้ยุค Post-vaccine โดยกองทุนที่ KGI WMR แนะนำ คือ [กองทุน Krungsri Global Brands Equity Fund \(KFGBRAND-D\)](#) ที่มีกลิ่นอายความเป็น Defensive สูง จากสัดส่วนหลักของกองทุนที่ลงทุนในหุ้นกลุ่ม Consumer Staples โดยกองทุนได้เน้นลงทุนในหุ้นที่ได้รับขนานนามว่าเป็นหุ้นในกลุ่ม Dividend Aristocrats ซึ่งมีชื่อเสียงในด้านความสม่ำเสมอของผลตอบแทน และการเติบโตของเงินปันผลที่ติดต่อกันต่อเนื่อง 25 ปี ซึ่งนับว่าเป็นเสน่ห์สำคัญที่ช่วยให้กองทุนนี้ตอบโจทย์เรื่องความทนทานในสภาวะขาลง และความสม่ำเสมอของเงินปันผลที่นักลงทุนจะได้รับ